

# Charoen Pokphand Foods

(CPF.BK/CPF TB)\*

**Outperform · Maintained**

Price as of 05 April 2023	21.40
12M target price (Bt/shr)	27.50
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	28.5

**Key messages**

เราคาดว่า CPF จะขาดทุนสุทธิ 2.32 พันล้านบาทใน 1Q66F (-182% YoY, -228% QoQ) เนื่องจากราคาหมูลดลงในกลุ่มประเทศหลัก (ไทย, เวียดนาม และจีน) ราคาเนื้อสัตว์ที่ลดลงจะทำให้ GPM ลดลงทั้ง YoY และ QoQ รวมถึงทำให้มีผลขาดทุนจากสินทรัพย์ชีวภาพ 700 ล้านบาท และมีส่วนแบ่งผลขาดทุนจาก CTI ในขณะที่เดียวกัน ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจค้าปลีกน่าจะลดลงทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค และดอกเบี้ยสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ตกลงมาในช่วงนี้สะท้อนแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอใน 1Q66F ไปเรียบร้อยแล้ว และคาดว่าผลประกอบการใน 2Q-3Q66F จะฟื้นตัวขึ้น QoQ รายชั่งก้านแนะนำซื้อ CPF โดยประเมินราคาเป้าหมาย SoTP ปี 2566 ที่ 27.50 บาท

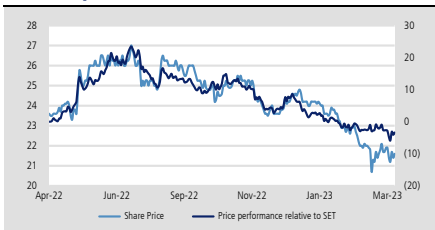
**Trading data**

Mkt cap (Btmn/US\$m)	184,281/4,607		
Outstanding shares (mn)	8,611		
Foreign ownership (mn)	2,185		
3M avg. daily trading (mn)	18		
52-week trading range (Bt)	20.7-27.0		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-11.6	-12.7	-9.3
Relative	-6.4	-12.3	-2.9

**Quarterly EPS**

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.73	0.72	0.91	0.78
2021	0.85	0.57	(0.69)	0.82
2022	0.34	0.51	0.63	0.21

**Share price chart**



Source: SET

Tidarat Palodom  
66.2658.8888 Ext. 8348  
tidaratp@kgi.co.th

**ประมาณการ 1Q66F: คาดว่าจะขาดทุนสุทธิ**

**Event**

ประมาณการ 1Q66F

**Impact**

**คาดว่าจะขาดทุนสุทธิใน 1Q66F**

เราคาดว่า CPF จะขาดทุนสุทธิ 2.32 พันล้านบาทใน 1Q66F (-182% YoY, -228% QoQ) เนื่องจากราคาหมูลดลงในกลุ่มประเทศหลัก (ไทย, เวียดนาม และจีน) เราคาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้น 11% YoY เป็น 1.55 แสนล้านบาทเนื่องจากปริมาณยอดขายเพิ่มขึ้นจากการที่หลายประเทศกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง หลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายลงไป อย่างไรก็ตาม ยอดขายน่าจะลดลงเล็กน้อย 3% QoQ เนื่องจากราคาขายเนื้อสัตว์ลดลง นอกจากนี้ ราคาหมูที่ลดลงน่าจะส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเหมาะสมของสินทรัพย์ชีวภาพ ทำให้มีผลขาดทุนในส่วนนี้ 700 ล้านบาท จากที่มีกำไร 1.1 พันล้านบาทใน 1Q65 และ 469 ล้านบาทใน 4Q65

**GPM ถูกบีบเพราะราคาเนื้อสัตว์ลดลง**

เราคาดว่า GPM จะลดลง 230bps YoY และ 40bps QoQ หรือ 10.5% เนื่องจาก margin ของทั้งธุรกิจสัตว์น้ำ และปศุสัตว์ลดลง โดยธุรกิจสัตว์น้ำยังคงเผชิญความท้าทายต่อเนื่องจากปีที่แล้ว จากต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูง และโรคระบาดในกุ้ง ในขณะที่เดียวกัน ธุรกิจปศุสัตว์ถูกกดดันจากราคาเนื้อสัตว์ที่ลดลง และต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูง โดยเงินเพื่อที่เร่งตัวขึ้นในหลายประเทศจะทำให้สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายเพิ่มขึ้น 40bps YoY เป็น 9.1% ในขณะที่ต้นทุนค่าระวางที่ลดลงจะส่งผลให้ SG&A ลดลง QoQ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะทรงตัว QoQ อยู่ที่ 6.0 พันล้านบาท แต่จะเพิ่มขึ้น 34% YoY

**ผลขาดทุนจาก CTI จะลดส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือ**

เราคาดว่า CTI (ธุรกิจอาหารสัตว์และฟาร์มหมูในประเทศจีน) จะมีผลขาดทุนในไตรมาสนี้จากทั้งผลขาดทุนจากการดำเนินงาน และผลขาดทุนจากสินทรัพย์ชีวภาพ ในขณะที่เดียวกัน ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจค้าปลีกน่าจะลดลงทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค และดอกเบี้ยสูงขึ้น ส่งผลให้ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจในเครือ และ JV's อยู่ที่ 163 ล้านบาท (จากขาดทุน 336 ล้านบาทใน 1Q65, -94% QoQ)

**Valuation & action**

เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ตกลงมาในช่วงนี้สะท้อนแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอใน 1Q66F ไปเรียบร้อยแล้ว โดยหุ้น CPF อยู่ที่ระดับ PBV ต่ำเพียง 0.7x ในขณะที่ราคาตัวผลประกอบการใน 2Q-3Q66F จะฟื้นตัวขึ้น QoQ จากราคาเนื้อสัตว์ที่เพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจค้าปลีก เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ CPF โดยประเมินราคาเป้าหมาย SoTP ปี 2566 ที่ 27.50 บาท (18.40 บาทจากธุรกิจค้าปลีก และ 9.10 บาทจากธุรกิจเกษตร)

**Risks**

ต้นทุนอาหารสัตว์สูง, เศรษฐกิจโลกถดถอย, ความผันผวนของราคาเนื้อสัตว์

**Key financials and valuations**

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	589,713	512,704	614,197	645,850	668,600
Gross Profit (Btmn)	107,243	65,890	81,873	81,788	83,296
SG&A (Btmn)	57,665	50,880	55,001	57,481	59,505
Net Profit (Btmn)	26,022	13,028	13,970	14,119	15,629
Normalized Profit (Btmn)	25,444	2,691	11,426	14,119	15,629
EPS (Bt)	3.14	1.56	1.69	1.7	1.9
DPS (Bt)	1.00	0.65	0.75	0.6	0.6
EPS Growth (%)	43.8	(50.3)	24.3	1.2	11.1
P/E (X)	8.5	16.4	14.7	12.5	11.3
P/B (X)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (X)	7.1	13.2	12.3	12.2	12.0
Net Debt to Equity (%)	124.4	136.0	149.7	143.8	140.4
Dividend Yield (%)	4.7	2.5	3.0	2.6	2.9
Return on Average Equity (%)	14.4	6.4	5.9	5.4	5.8

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: CPF's 1Q23F earnings preview**

Bt mn	1Q23F	1Q22	YoY %	4Q22	QoQ %	2023F	2022	YoY %
<b>Revenue</b>	<b>154,514</b>	<b>138,887</b>	<b>11.3</b>	<b>159,048</b>	<b>(2.9)</b>	<b>645,850</b>	<b>614,197</b>	<b>5.2</b>
Cost of Goods Sold	(138,223)	(121,096)	14.1	(141,569)	(2.4)	(564,062)	(532,324)	6.0
SG&A	(14,061)	(12,124)	16.0	(14,928)	(5.8)	(57,481)	(55,001)	4.5
Operating Profit	3,230	6,179	(47.7)	3,849	(16.1)	28,307	30,790	(8.1)
Bio asset gain (loss)	(700)	1,098	(163.7)	469	(249.2)	1,500	1,411	6.3
Interest Expense	(5,999)	(4,469)	34.2	(6,035)	(0.6)	(23,558)	(20,358)	15.7
Share of profit	163	(336)	(148.5)	2,580	(93.7)	8,829	3,745	135.7
Current Taxation	654	(1,158)	(156.5)	698	(6.3)	(1,422)	(6,003)	(76.3)
<b>Net Profit</b>	<b>(2,322)</b>	<b>2,842</b>	<b>(181.7)</b>	<b>1,812</b>	<b>(228.2)</b>	<b>14,119</b>	<b>13,970</b>	<b>1.1</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>(2,322)</b>	<b>1,691</b>	<b>(237.3)</b>	<b>1,730</b>	<b>(234.2)</b>	<b>14,119</b>	<b>11,426</b>	<b>23.6</b>
EPS (Bt)	(0.31)	0.34	(191.1)	0.21	(246.8)	1.71	1.69	1.2
<b>Percent</b>	<b>1Q23F</b>	<b>1Q22</b>	<b>YoY %</b>	<b>4Q22</b>	<b>QoQ %</b>	<b>2023F</b>	<b>2022</b>	<b>YoY %</b>
<b>Gross margin</b>	<b>10.5</b>	<b>12.8</b>	<b>(2.3)</b>	<b>11.0</b>	<b>(0.4)</b>	<b>12.7</b>	<b>13.3</b>	<b>(0.7)</b>
SG&A/sales	9.1	8.7	0.4	9.4	(0.3)	8.9	9.0	(0.1)
Net profit margin	(1.5)	2.0	(3.5)	1.1	(2.6)	2.2	2.3	(0.1)

Source: Company data, KGI Research estimates

**Figure 2: Key assumption**

Our assumptions	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F
<b>Meat price</b>												
Thai swine price (Bt/kg)	58.6	68.4	74.6	75.5	99.1	90.0	82.0	94.3	97.5	103.0	101.7	88.0
Thai broiler price (Bt/kg)	32.6	35.3	33.0	32.1	42.8	40.0	37.0	39.3	40.8	46.3	44.7	40.4
Vietnam swine price (VND/kg)	43,309	46,511	74,654	59,791	55,944	52,000	52,000	52,809	55,387	62,760	52,819	50,800
China swine price (CNY/kg)*				21.0	18.7	17.5	19.0	13.3	15.1	22.6	23.9	15.2
<b>Revenue breakdown by country</b>												
Thailand	178,680	175,966	180,570	189,191	224,356	227,149	229,561	51,620	55,316	57,827	59,593	54,935
Vietnam	81,775	85,390	107,793	111,111	124,634	130,333	134,586	28,954	33,280	32,497	29,903	29,992
China (Exc. CTI since 1Q21)	142,978	129,457	157,688	30,456	36,794	40,448	42,471	7,517	8,846	10,194	10,237	10,120
Others	138,504	141,760	143,662	181,946	228,413	247,920	261,983	50,796	58,554	59,748	59,315	59,468
<b>Feed price</b>												
Imported soybean meal price (Bt/kg)	15.5	13.7	14.0	18.4	21.7	21.8	20.0	20.4	21.9	22.1	22.3	23.0
Corn price (Bt/kg)	9.9	9.1	9.0	10.1	12.3	12.8	11.5	11.6	13.1	12.1	12.6	13.5
<b>Share of profit</b>												
Retailed business (Bt mn)	8,343	8,893	9,254	4,167	3,745	8,829	11,622	-336	-793	2,294	2,580	163
Others	7,152	7,565	5,459	4,819	5,205	6,960	8,617	1,350	1,161	1,398	1,296	1,038
Others	1,191	1,328	3,794	-652	-1,460	1,870	3,005	-1,686	-1,954	896	1,284	-875

Source: Company data, KGI Research estimates

**Figure 3: CPF's SoTP valuation**

	EPS	PER	Target price
Agricultural Business (2024F)	0.81	12	9.8
<b>Agricultural Business (2023F, WACC 5.9%)</b>			<b>9.1</b>
Retails Business (2023F)	0.88	35	30.7
<b>Retails Business Discount (40%)</b>			<b>18.4</b>
<b>SoTP Valuation 2023F</b>			<b>27.5</b>

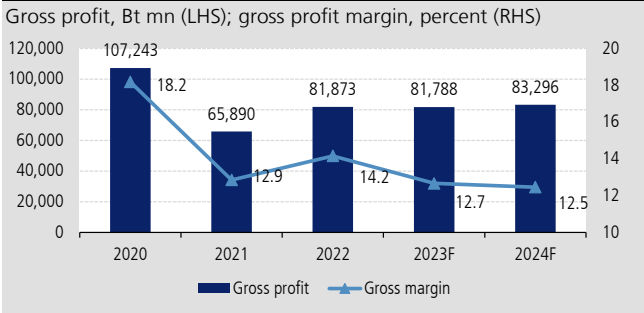
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: Company profile**

Charoen Pokphand Foods (CPF) engages in agro-industrial and food conglomerate with three product categories : i) feed business involving production and sale of animal feed, ii) farm-processing business involving breeding, farming and basic meat processing, iii) food business involving production of semi-cooked and cooked meet as well as ready-meal products including food retail and food outlets.

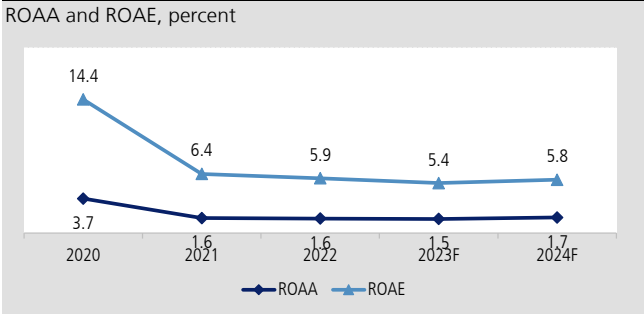
Source: Company data

**Figure 6: Gross profit**



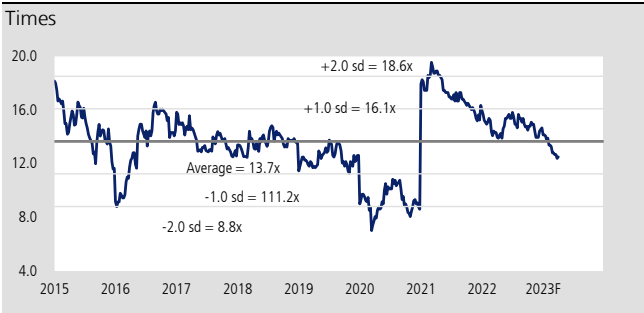
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Company ROAA and ROAE**



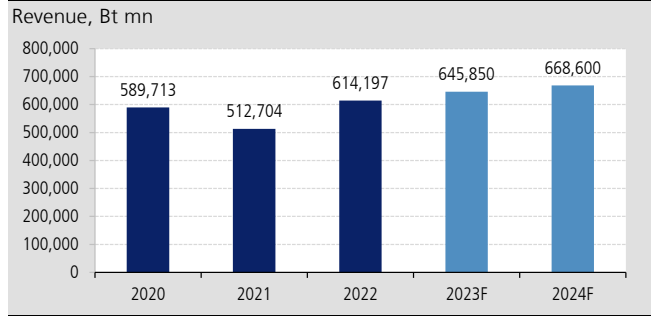
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: PER**



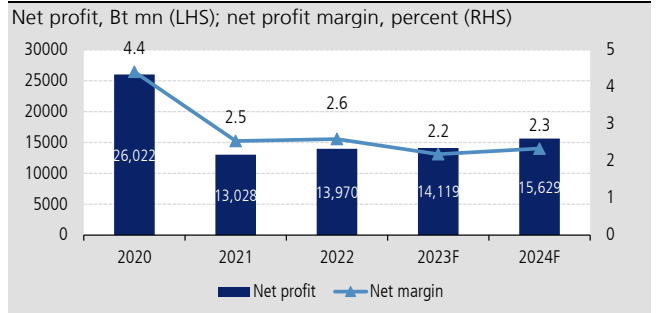
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 5: Revenue**



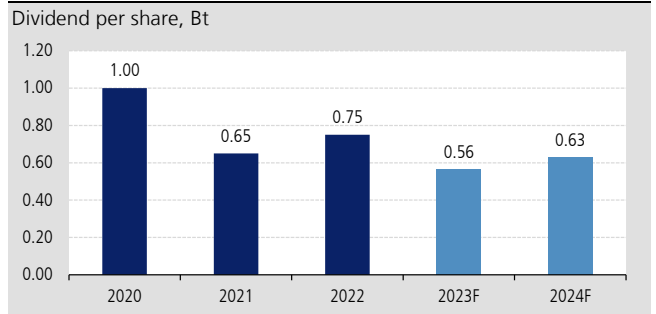
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Net profit**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Dividend**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: PBV**



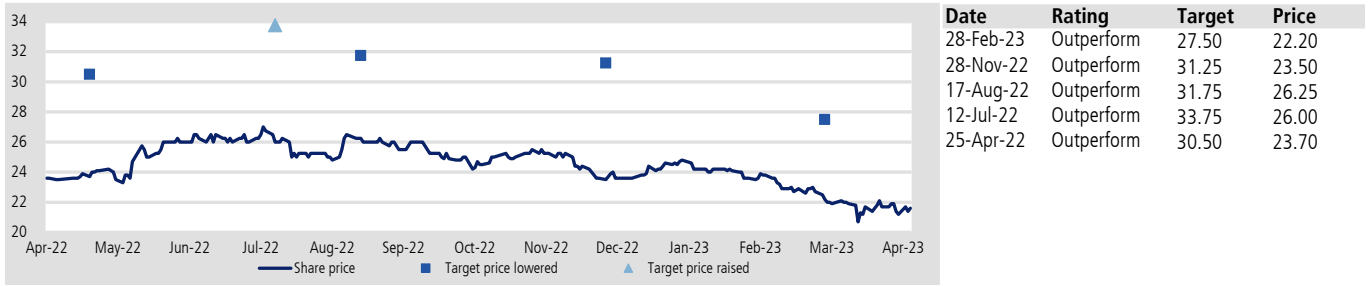
Source: Company data, KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

Bt mn	MAR-21A	JUN-21A	SEP-21A	DEC-21A	MAR-22A	JUN-22A	SEP-22A	DEC-22A
Income Statement (Bt mn)								
<b>Revenue</b>	<b>119,345.9</b>	<b>129,637.6</b>	<b>125,939.7</b>	<b>137,781.2</b>	<b>138,887.0</b>	<b>155,995.8</b>	<b>160,266.0</b>	<b>159,048.2</b>
Cost of Good Sold	(95,554.6)	(108,401.3)	(114,839.0)	(128,019.9)	(121,096.4)	(133,371.7)	(136,286.8)	(141,569.1)
<b>Gross Profit</b>	<b>23,791.3</b>	<b>21,236.3</b>	<b>11,100.7</b>	<b>9,761.3</b>	<b>17,790.6</b>	<b>22,624.1</b>	<b>23,979.2</b>	<b>17,479.0</b>
Operating Expenses	(11,683.9)	(12,297.5)	(13,127.4)	(13,771.7)	(12,124.0)	(13,563.7)	(14,385.2)	(14,927.9)
Other incomes	595.5	541.6	1,749.1	1,186.7	512.5	1,136.9	970.3	1,297.9
<b>Operating Profit</b>	<b>12,702.9</b>	<b>9,480.4</b>	<b>(277.7)</b>	<b>(2,823.7)</b>	<b>6,179.2</b>	<b>10,197.3</b>	<b>10,564.4</b>	<b>3,849.0</b>
Depretiation of Fixed assets	6,767.6	7,232.7	8,086.7	6,843.8	7,472.9	7,792.1	8,357.2	8,584.9
<b>Operating EBITDA</b>	<b>19,470.5</b>	<b>16,713.2</b>	<b>7,809.1</b>	<b>4,020.2</b>	<b>13,652.1</b>	<b>17,989.4</b>	<b>18,921.6</b>	<b>12,433.9</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>151.5</b>	<b>468.0</b>	<b>377.3</b>	<b>461.3</b>	<b>132.0</b>	<b>59.4</b>	<b>611.5</b>	<b>192.7</b>
Interest Income	145.9	221.1	214.7	161.4	173.2	207.6	217.8	244.2
Other Non-op Income	5.7	247.0	162.6	299.9	(41.2)	(148.2)	393.7	(51.5)
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(2,129.0)</b>	<b>(3,743.2)</b>	<b>(8,682.9)</b>	<b>(255.6)</b>	<b>(3,707.5)</b>	<b>(4,423.8)</b>	<b>(4,085.4)</b>	<b>(2,985.3)</b>
Interest Expenses	(4,098.4)	(3,970.9)	(4,154.8)	(4,372.0)	(4,469.2)	(4,360.1)	(5,494.2)	(6,034.5)
Other Non-Op Expenses	(73.7)	(525.5)	(3,262.1)	1,479.9	1,098.1	729.1	(885.6)	469.1
Net investment income/(loss)	2,043.1	753.2	(1,266.0)	2,636.5	(336.4)	(792.8)	2,294.4	2,580.1
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>10,725.4</b>	<b>6,205.3</b>	<b>(8,583.2)</b>	<b>(2,617.9)</b>	<b>2,603.6</b>	<b>5,832.9</b>	<b>7,090.4</b>	<b>1,056.4</b>
Current Taxation	(2,117.3)	(1,752.2)	1,266.3	(50.4)	(1,158.2)	(3,522.4)	(2,020.4)	698.0
Minorities	(1,672.9)	(747.9)	467.8	902.6	(154.1)	(263.7)	10.0	(46.3)
Extraordinary items	10.3	1,032.1	1,474.9	8,485.6	1,550.7	2,161.2	27.8	103.6
<b>Net Profit</b>	<b>6,945.5</b>	<b>4,737.3</b>	<b>(5,374.3)</b>	<b>6,719.8</b>	<b>2,842.0</b>	<b>4,208.1</b>	<b>5,107.7</b>	<b>1,811.6</b>
EPS (Bt)	0.85	0.57	(0.69)	0.82	0.34	0.51	0.63	0.21
<b>Margins (%)</b>								
Gross Profit Margin	19.9	16.4	8.8	7.1	12.8	14.5	15.0	11.0
Operating EBIT Margin	10.6	7.3	(0.2)	(2.0)	4.4	6.5	6.6	2.4
Operating EBITDA Margin	16.3	12.9	6.2	2.9	9.8	11.5	11.8	7.8
Net Profit Margin	5.8	3.7	(4.3)	4.9	2.0	2.7	3.2	1.1
<b>Growth (% YoY)</b>								
Revenue Growth	(13.6)	(9.9)	(20.2)	(8.1)	16.4	20.3	27.3	15.4
Operating EBIT Growth	5.8	(27.6)	(101.8)	(122.0)	(51.4)	7.6	NM	NM
Operating EBITDA Growth	3.2	(16.4)	(64.7)	(80.3)	(29.9)	7.6	142.3	209.3
Net Profit Growth	13.7	(21.4)	(171.9)	4.9	(59.1)	(11.2)	NM	(73.0)

Source: Company data, KGI Securities Research



**Charoen Pokphand Foods - Recommendation & target price history**


Source: KGI Securities Research

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAI COM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

**Disclaimer:** The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFECO	SEAFECO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.



**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.